

美联储降息周期重启，全球经济及大类资产展望

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 美国关税政策的负面影响逐渐显现，国际贸易活动放缓，全球经济仍将面临下行压力。美联储货币政策重回降息周期，基准利率逐渐向中性水平靠拢，利率点阵图显示年内还有两次降息。但缩减资产负债表仍在持续，美债净发行将从金融市场抽取流动性，银行体系准备金面临紧张压力，可能引发美元流动性短缺和金融解杠杆，欧美等主要发达国家股市处于历史高位，资产价格存在被重估的风险。
- ◆ 我国经济恢复的基础不牢固，固定资产投资增速继续下行，消费增速边际放缓，唯有工业生产维持高位运行。为应对中美贸易摩擦的负面冲击，实现全年发展的预期目标，宏观政策仍需加强逆周期调节，持续加大对小微企业和薄弱环节的支持，更多依靠提振消费来扩大内需。
- ◆ 积极的财政政策正在加快落实，“两重”项目建设和“两新”政策持续发力，预计明年部分新增地方专项债限额将于四季度提前下达；货币政策保持适度宽松，综合运用总量和结构性政策工具，包括降准、降息、再贷款和再贴现等，持续推动社会综合融资成本下降。
- ◆ 展望四季度，股指的估值仍将受到分母端风险偏好的支撑，包括逆周期调节政策加码、国际贸易摩擦缓和等，但企业盈利尚未显著改善之前，股指仍以宽幅震荡思路对待。
- ◆ 美联储降息周期重启，中美利差将进一步收窄，我国货币政策将迎来更多可操作的空间，降准降息依然可期，10 年期国债收益率重心有望下移。
- ◆ 美国关税政策的不确定性逐渐消退，国际地缘局势有望缓和。随着美联储年内降息的预期反复消化，美元指数有望再次走强，利多出尽的情况下，黄金存在深度调整的风险。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

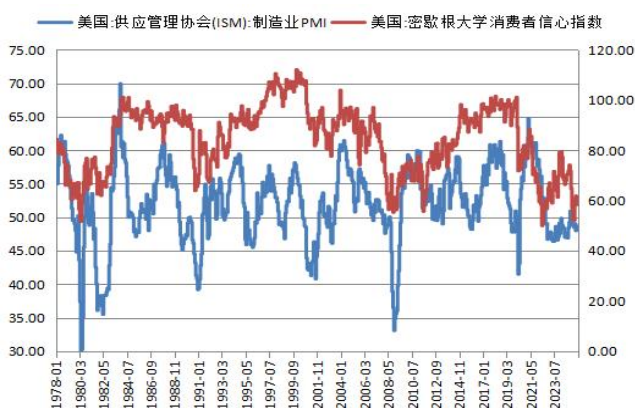
@neweraqh.com.cn

第一部分 海外宏观经济展望

回顾 2025 年三季度，随着美国与欧盟、日本、韩国等重要贸易伙伴达成协议，关税政策的不确定性担忧逐渐消退，市场焦点转向美联储货币政策路径的变化。从大类资产的表现来看，全球股市呈现共振式上涨，道琼斯、标普 500 和纳斯达克指数再创历史新高；在中国“反内卷”和淘汰落后产能政策预期的推动下，煤炭、钢铁、有色金属等大宗商品普遍反弹；美国总统特朗普罢免美联储理事库克的举动，引发市场对央行独立性的担忧，受美联储降息预期和避险情绪的推动，黄金在经历 4 个月的震荡整理后向上突破，伦敦现货黄金逼近 3800 美元/盎司，再创历史新高，年内涨幅超过 40%。

展望四季度，美国关税政策的负面影响将进一步显现，预期可能进入自我实现的过程，包括经济增长放缓，劳动力需求下降，通胀面临上行压力。基于就业下行风险可能超过通胀上升的风险，美联储货币政策重回降息周期，预计四季度还有两次降息，时间分别在 10 月和 12 月。考虑到美联储缩表仍在持续，美债净发行将从金融市场回笼资金，给银行体系流动性带来压力。在此背景下，全球经济仍将面临下行压力，如果美国就业市场进一步疲软，美联储可能由“预防性”降息转向“纾困式”降息。自 4 月 7 日“关税危机”以来，全球股市持续上涨，美股屡创历史新高，波动率持续走低，市场情绪处于极度乐观的状态，资产价值可能面临重估的风险。

图 1. 美国 ISM 制造业 PMI 连续 6 个月处于收缩区间 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 2. 美国核心 PCE 通胀连续 3 个月上升 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

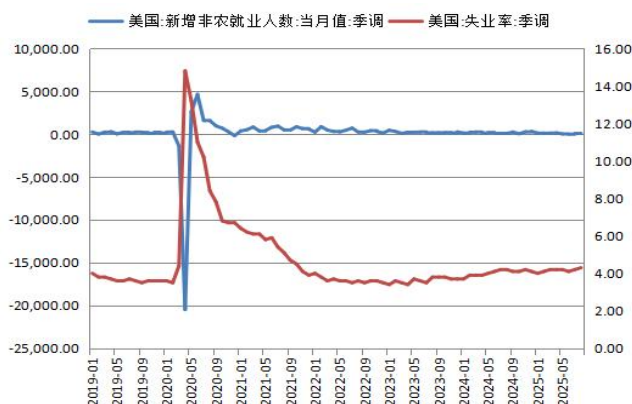
一、美国就业下行压力加大，美联储货币政策重回降息周期

美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表鸽派讲话，认为经济遇到新的挑战，就业面临下行风险，而通胀存在上升风险，基于风险的平衡转移，可能需要调整货币政策。近期公布的数据显示，美国 8 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.7，连续 6 个月处于收缩区间，密歇根大学消费者信心指数降至 58.2，创 6 月以来新低；8 月新增非农就业 2.2 万人，低于预期的 7.5 万，失业率由 4.2% 上升至 4.3%，创去年 8 月以来新高；美国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，剔除能源和食品价格后的核心 CPI 同比上涨 3.1%，为 3 月以来最高水平，核心 PCE 物价指数同比上涨 2.9%，连续 3 个月回升，创 2 月以来新高。数据表明，特朗普关税政策对经济的负面影响逐渐显现，劳动力市场逐渐降温。随着库存消耗殆尽，企业不得不将部分关税成本转嫁给消费者，导致物价上涨，同时打压消费者信心和抑制消费支出。

美联储 9 月会议宣布将联邦基金利率下调 25 个基点至 4%-4.25%，为年内首次降息，符合市场预期。货币政

策声明上调今后三年经济增速预期和明年核心 PCE 通胀预期，下调明后两年失业率预期。利率点阵图显示，2025、2026 和 2027 年联邦基金利率预期中值为 3.6%、3.4% 和 3.1%，意味着年内还有两次降息，明后两年各降息一次。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，经济增速有所放缓，就业下行风险上升，商品通胀加速，服务通胀继续回落，基准情形是关税对通胀的影响是短暂的。基于风险平衡已发生变化，采取降息举措是合适的，视为一种风险管理式降息，没有必要快速调整利率。货币政策没有预设的路径，将依赖数据逐次会议做出决定。由此来看，美联储利率决议和鲍威尔讲话偏鸽派，认为关税政策的负面影响逐渐显现，劳动力需求放缓，且就业下行风险超过通胀上升的风险，需要进行“预防性”降息，政策利率逐渐向 3% 的中性水平靠拢。

图 3. 美国非农就业放缓、失业率上升 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 4. 美国零售销售增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

二、欧洲央行暂停降息，利率接近中性水平

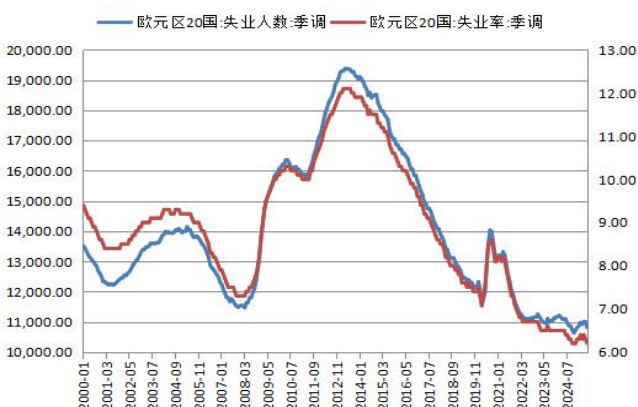
欧洲央行 9 月会议维持三大关键利率不变，2024 年 6 月以来首次暂停降息，符合市场预期。货币政策声明重申不提前预设特定的利率政策路径，将采取数据依赖和逐次会议的方式作出决策。央行行长拉加德在新闻发布会上表示，贸易政策的不确定性已经减弱，经济增长的逆风可能在明年消退，去通胀进程已经结束。当前政策处于良好位置，未来将采取逐次会议的应对方式。利率决议发布后，交易员削减对欧洲央行宽松政策的押注，暗示降息周期已经结束。

图 5. 欧元区经济景气指数低迷 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 欧元区失业人数（千人）和失业率维持历史低位 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

欧元区 2025 年 8 月制造业 PMI 由 49.8 上升至 50.7，为 2022 年 7 月以来首次回到扩张区间；欧元区 7 月失

业人数录得 1080.5 万，失业率由 6.3% 降至 6.2%，维持在历史低位；欧元区 8 月 CPI 同比上涨 2.1%，剔除能源和食品价格后的核心 CPI 同比上涨 2.3%，连续 4 个月持平。数据表明，在欧洲央行连续降息的刺激下，欧元区经济有所回暖，通胀稳定在 2% 的目标附近，失业率维持在历史低位。欧洲央行暂停降息意味着基准利率已经接近中性水平，未来需要根据经济形势的变化相机进行调整。

图 7. 欧元区 CPI 稳定在 2% 的目标附近 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 8. 欧洲央行基准利率接近中性水平 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

三、日本经济保持温和复苏，货币政策维持缓慢加息的节奏

日本 2025 年 8 月制造业 PMI 由 48.8 上升至 49.9，为去年 7 月以来次高水平，消费者信心指数录得 34.9，创 2 月以来新高；日本 7 月失业人数为 169 万（前值 176），失业率降至 2.3%，维持在近 30 年低位；通胀方面，日本 8 月 CPI 同比上涨 2.7%，较年内高位有所回落，但已连续 3 年高于 2% 的长期目标。数据表明，在长期量化宽松政策的推动下，日本经济逐渐走出低谷，进入温和复苏的轨道，失业率持续下降，通胀维持在 2% 的目标上方。随着春季工资谈判进一步取得进展，薪资已实现连续 3 年上涨，和物价形成螺旋式上升的趋势。

图 9. 日本制造业 PMI 温和回升 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 10. 日本通胀维持在 2% 的目标上方 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

日本央行 9 月会议以 7:2 的投票结果决定维持基准利率在 0.5% 不变，其中两名委员支持加息 25 个基点，认为随着价格上涨风险更加偏向于上行，政策利率应该略微向中性利率靠近。货币政策声明称，资本支出处于温和上升的趋势，私人消费保持韧性，通胀预期略有上升。日本央行行长植田和男在新闻发布会上表示，经济正在适度复苏，基础通胀逐步升向 2%。如果经济和物价按照预期发展，将继续提高政策利率。由此来看，日本经济保

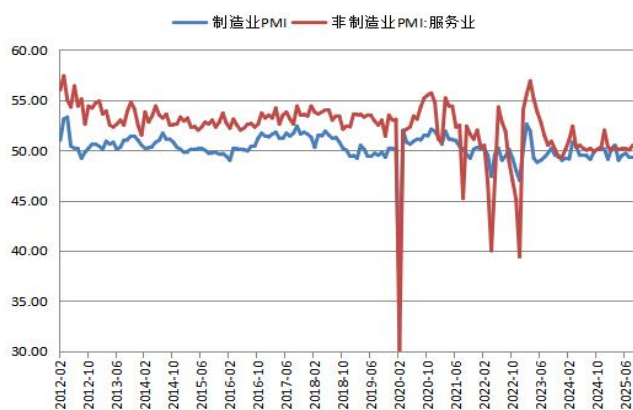
持温和复苏，CPI 已连续三年稳定在 2% 的目标上方，支持日本央行日本央行维持缓慢加息的节奏，逐步实现利率政策正常化。

第二部分 国内经济形势分析

2025 年第三季度，受美国关税政策的负面影响，我国经济下行压力再次显现，固定资产投资延续下行趋势，消费增速边际放缓，唯有工业生产高位运行。表明我国经济恢复的基础不牢固，生产强、需求弱和服务业强、制造业弱的特征依然显著，需求不足仍是主要矛盾，外需下行压力加大。中央财经委员会提出“依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出”，引发市场对“反内卷”政策的强烈预期，新能源、光伏等内卷严重的行业首当其冲，相继出台一系列政策举措。在“反内卷”和淘汰落后产能政策的推动下，碳酸锂、多晶硅、煤炭、钢铁、有色金属等大宗商品普遍反弹，带动相关行业价格回升和利润改善。进入四季度，宏观政策仍需加强逆周期调节，持续加大对小微企业和薄弱环节的支持，更多依靠提振消费来扩大内需。积极的财政政策正在加快落实，超长期特别国债和地方专项债将于 10 月底发行完毕，明年部分新增地方专项债限额有望提前下达。货币政策仍将保持宽松，随着美联储恢复降息，我国货币政策将迎来更多可操作的空间，降准、降息依然可期。

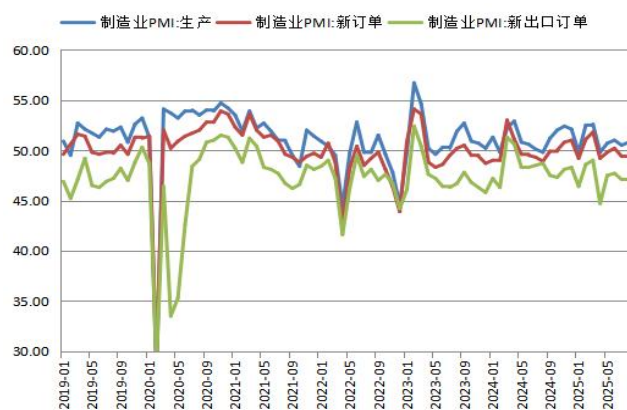
一、美国关税政策的负面影响逐渐显现，经济下行压力加大

图 11. 官方制造业 PMI 连续 5 个月处于收缩区间（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

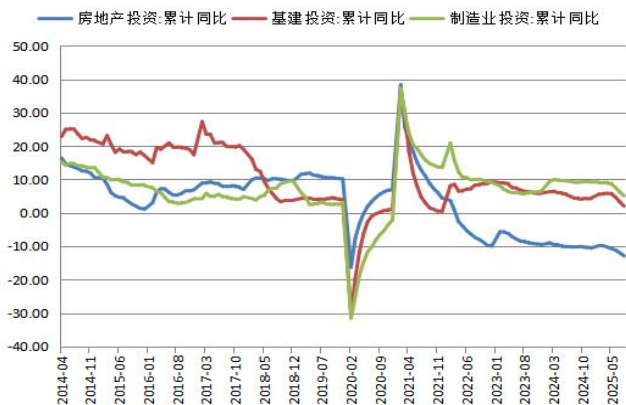
图 12. 新出口订单指数下滑（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

从先行指标来看，今年 8 月官方制造业 PMI 录得 49.4，较上月小幅回升 0.1 个百分点，但已连续 5 个月处于收缩区间。分企业规模看，大型企业 PMI 由 50.3 上升至 50.8，连续 4 个月保持扩张；中型企业 PMI 录得 48.9，较上月下降 0.6 个百分点；小型企业 PMI 回升至 46.6，较上月加快 0.2 个百分点。从分类指数看，生产指数上升至 50.8，较上月加快 0.3 个百分点；新订单指数和新出口订单指数录得 49.5 和 47.2，分别较上月回升 0.1 个百分点。数据显示，在“反内卷”和淘汰落后产能等政策的带动下，新能源、有色金属等相关行业价格回升，8 月制造业 PMI 小幅回暖，但尚未摆脱收缩区间。工业生产扩张加快，需求边际改善，但外需下行压力依然较大，中小型企业景气度依旧偏弱。

图 13. 房地产投资同比降幅扩大 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 14. 工业生产维持高位运行 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

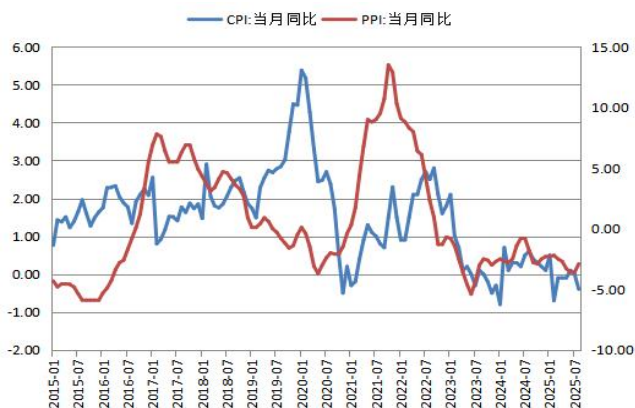
今年 1-8 月固定资产投资同比增长 0.5%（前值 1.6%），增速连续 4 个月下降，创 2020 年 9 月以来新低。其中房地产投资同比下降 12.9%，降幅较 1-7 月扩大 0.9 个百分点；基础设施投资同比增长 2%，增速较上月下降 1.2 个百分点，为 2022 年以来最低；制造业投资同比增长 5.1%（前值 6.2%），增速连续 5 个月放缓，创 2021 年以来新低。1-8 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%（前值 6.3%），其中 8 月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，较上月回落 0.5 个百分点；1-8 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%，增速连续两个月放缓，其中 8 月社会消费品零售同比增长 3.7%，较上月回落 0.3 个百分点，创去年 12 月以来新低。数据显示，今年 1-8 月固定资产投资增速继续下滑，主要受房地产投资增幅进一步扩大，基建和制造业投资增速持续放缓的拖累。受夏季高温天气等因素的影响，工业生产有所放缓，但仍维持高位运行。受暑期旅游旺季的提振，餐饮、住宿、出行等服务消费增长加快，但家电、家具等耐用品销售增长放缓。

图 15. 消费增速边际放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 16. PPI 同比降幅收窄 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

物价方面，今年 8 月 CPI 同比下降 0.4%，时隔两个月再次转负，主要受去年同期高基数效应以及蔬菜、鸡蛋、猪肉等食品价格降幅扩大的影响；PPI 同比下降 2.9%，降幅较上月收窄 0.7 个百分点，主要原因在于，去年同期基数偏低，叠加大宗商品价格反弹，煤炭开采、燃料加工、黑色金属冶炼等行业降幅收窄。中期来看，我国粮食产量连年增长，能繁母猪存栏量仍处于高位，规模化养殖效率提高，生猪产能去化缓慢，猪肉价格难以出现大幅上涨。夏季结束后天气逐渐转凉，相应的时令蔬菜和水果陆续上市，未来一段时间，预计居民消费价格仍将

维持低位运行。在“反内卷”和淘汰落后产能政策的推动下，煤炭、钢铁、有色金属等工业品价格反弹，大规模设备更新和消费品以旧换新政策的效果持续显现，有助于带动相关行业价格回升。但考虑到美国关税政策的负面影响尚未完全显现，国际贸易活动和大宗商品需求受到抑制，PPI 下行趋势难以改变，但降幅有望边际收窄。

图 17. 进口同比降幅收窄 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 18. 出口增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

外贸方面，今年 8 月进口同比增长 1.3%，较上月回落 2.8 个百分点，主要受原油、煤炭、天然气等能源价格下跌的影响；出口同比增长 4.4%（前值 7.2%），创 2024 年 10 月以来新低，反映随着美国新的关税政策落地，抢出口效应逐渐消退。今年前 8 个月进口同比下降 2.2%（前值-2.7%），出口同比增长 5.9%（前值 6.1%），实现贸易顺差 7853.35 亿美元，较上年同期扩大 28.2%。分国家和地区来看，我国与东盟、一带一路共建国家进出口保持快速增长，对欧盟、日本等发达国家出口增长加快，对美国出口降幅扩大。数据显示，今年 8 月进出口增速放缓，主要受国内外需求疲软以及大宗商品价格下跌等因素的影响，部分企业减少对原材料的进口。考虑到美国关税政策的负面影响尚未完全显现，国际贸易活动仍将受到抑制，随着欧美等主要发达国家补库存结束，新增订单将逐渐减少。此外国内抢出口效应消退，未来一段时间，我国出口仍将面临下行压力，稳外资、稳外贸政策将继续实施。

二、积极的财政政策加快落实，货币政策保持适度宽松

积极的财政政策持续发力，2025 年三季度，超长期特别国债和地方专项债进入发行的高峰期。截止 8 月 26 日，超长期特别国债累计发行 9960 亿元，占全年发行计划的 76.6%；地方政府新增专项债累计发行 31497.6 亿元，为全年发行额度的 71.6%。从资金的用途和政策效果来看，8000 亿“两重”项目建设资金已全部下达，共支持项目 1459 个，预计直接拉动固定资产投资 1.6 万亿元左右甚至更高；支持大规模设备更新的补助资金为 2000 亿元，支持项目约 8400 个，预计带动总投资超 1 万亿元；3000 亿用于支持消费品以旧换新，目前已经下达 2310 亿元，剩余 690 亿将于 10 月下达，上半年带动汽车、家电、手机等数码产品、家装、电动自行车 5 大类商品销售 1.6 万亿元。今年 4.4 万亿元的地方专项债中，安排 8000 亿用于专项化债，其余支持基础设施建设，以及地方政府土地收储、收购存量商品房用作保障性住房。有助于尽早形成实物工作量，持续拉动基建投资增长，带动民间投资，充分发挥经济托底的作用。

央行二季度货币政策执行报告强调，外部环境更趋严峻复杂，世界经济增长动能减弱，我国经济仍将面临风险和挑战。下一阶段，要落实落细适度宽松的货币政策，保持流动性充裕，持续营造适宜的金融环境，推动物价

保持在合理水平。进一步完善利率调控框架，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。由此来看，我国货币政策仍将坚持支持性立场，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，包括降准、降息、再贷款、再贴现等，持续推动社会综合融资成本下降。随着美联储 9 月重回降息周期，中美利差将进一步收窄，我国货币政策将迎来更多可操作的空间。预计存款利率有望继续下调，有助于降低银行负债成本和稳定存贷利差，逆回购、中期借贷便利、LPR 等政策利率仍有跟随调降，引导金融机构贷款利率下行，降低企业融资成本；此外，为配合超长期特别国债和地方专项债发行，维护金融市场流动性稳定，四季度仍有再次降准的空间，预计幅度在 0.5 个百分点作用，可释放长期资金约 1 万亿元。

央行金融统计报告显示，今年 8 月新增人民币贷款 5900 亿元，社会融资规模增量 25693 亿元，广义货币供应量 M2 同比增长 8.8%，与上月持平，M1 同比增长 6%，增速较上月提升 0.4 个百分点，创 2023 年 2 月以来新高。从总量和结构来看，居民部门贷款增加 303 亿元，企业部门贷款增加 5900 亿元；居民部门存款增加 1100 亿元，低于去年同期的 7100 亿元，非银行金融机构存款增加 11800 亿元，较上年同期多增 5500 亿元。数据表明，银行等金融机构不断加大对企业的信贷支持，并以资本支出的形式转化为居民部门收入，但居民收入并未更多形成消费，进而转化为企业收入，而是以储蓄的方式回到银行体系。居民存款减少而非银行金融机构存款增加，表明随着 A 股持续走好，市场赚钱效应增加，部分居民存款流向股市、基金、理财产品等领域。社融和 M2 增速维持高位，主要受政府债券靠前发行的带动，包括超长期特别国债和地方专项债。M1 同比持续上升，与 M2 之间的剪刀差进一步收窄，反映财政支出力度加大，财政存款向企业和居民部门转移，以及股票市场活跃度提升，金融市场流动性保持充裕。但考虑到当前企业盈利水平不高，基于未来经济的不确定性，对生产和经营保持谨慎，主动扩大投资的意愿不足，信用扩张的渠道有待进一步疏通。

第三部分 资产配置

进入四季度，美国关税政策的负面影响将进一步显现，国际贸易活动仍将受到抑制，全球经济或将面临下行压力。美联储货币政策重回降息周期，预计年内还有两次 25 个基点的降息，逐渐向中性利率靠拢；欧洲央行已累计进行 8 次降息，利率已接近中性水平，降息暂时告一段落；日本央行维持缓慢加息的政策，预计最早将在 10 月再次加息 25 个基点，逐步实现利率政策正常化。随着美联储年内降息的预期反复消化，美欧国债利差将边走边阔，美元指数长期下跌后存在反弹的要求。此外，美联储资产负债表仍在以每月 400 亿美元的速度缩减，截至 9 月 24 日当周，总资产规模降至 6.6 万亿美元，较历史峰值减少 2.4 万亿美元；存款准备金逼近 3 万亿美元，逆回购使用规模降至 140 美元，较历史峰值下降 2.3 万亿美元。随着美联储缩表的持续，银行存款准备金将被快速消耗，一旦跌破临界值，金融市场可能面临流动性短缺，甚至引发金融解杠杆，进而加剧资产价格波动。

（1）股指

从企业盈利的角度来看，企业利润和产成品存货同比增速存在显著的正相关性，即企业盈利增速上行，对应被动去库存和主动补库存；企业盈利增速下行，则对应被动补库存和主动去库存。国家统计局公布的数据显示，今年 1-7 月全国规模以上工业企业实现利润总额 40203.5 亿元，同比下降 1.7%，降幅较 1-6 月收窄 0.1 个百分

点。其中 7 月规模以上工业企业利润同比下降 1.5%，降幅连续两个月收窄。分行业类型看，石油、煤炭、天然气开采等上游原材料加工业利润继续下降，纺织服装、化学纤维、塑料制品等下游制造业利润降幅扩大，专用设备、仪器仪表、电气机械等装备制造业利润保持快速增长。1-7 月产成品存货同比增长 2.4%（前值 3.1%），增速连续 4 个月回落，创 2023 年 3 月以来新低。数据表明，大规模设备更新和消费品以旧换新政策的效果持续显现，带动相关行业价格回升，利润保持较快增长。受“反内卷”和淘汰落后产能政策的推动，大宗商品价格反弹，有助于上游原材料加工业利润改善。但由于终端需求不足，下游企业经营压力依然较大，生产成本难以向下游消费者转嫁，不得不主动减少产量和降低库存。库存周期方面，2003-2023 年，我国共经历了六轮库存周期，平均持续时间为 40 个月左右。本轮库存周期始于 2023 年 7 月，至今已持续 26 个月，考虑到规模以上工业企业利润仍在下降，盈利增速向上的拐点尚未到来，仍在主动去库存阶段。

无风险利率仍有下行空间，影响风险偏好的积极因素偏多。我国经济恢复的基础不牢固，宏观政策仍需加强逆周期调节，未来降准降息依然可期，有助于引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本；中美第四轮高级别经贸磋商取得积极进展，将部分中国商品的关税豁免期限延长至 11 月 29 日，再次延长 TikTok 禁令执行至 12 月 16 日。随着中美贸易摩擦缓和，风险偏好有望继续修复。

综上所述，股指的估值主要受分子端企业盈利增速下滑的拖累，而分母端的支撑，主要来自风险偏好的回升，包括国内逆周期调节政策加码、国际贸易形势缓和等。展望四季度，股指整体维持宽幅震荡的可能性较大，重点关注企业盈利能否显著改善，这是股指未来能否走出趋势上涨行情的决定性因素。

（2）债券

美国关税政策的负面影响逐渐显现，美国经济增长放缓，就业下行压力加大。美联储 9 月会议下调联邦基金利率 25 个基点，利率点阵图显示，年内还有两次降息。随着美联储降息周期重启，中美利差有望进一步收窄，我国货币政策将迎来更多可操作的空间。展望四季度，货币政策仍将保持宽松，根据经济形势变化相机进行灵活调整，如果经济恢复不及预期，逆回购、中期借贷便利、LPR 等政策利率有望进一步下调，年内仍有再次降准的空间，预计 10 年期国债收益率或将下移。

（3）黄金

布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，长期以来，二者之间形成此消彼长的关系。此外，黄金作为一种无息资产，其价格还受到实际利率的影响，当实际利率上升时黄金趋于下跌，反之当实际利率下降时，黄金倾向于上涨。从中长期来看，黄金价格的走势主要取决于美元和实际利率的变化。

（1）今年三季度以来，随着美国与更多国家达成贸易协议，关税政策的不确定性担忧逐渐消退。从国际资本流动的角度，部分避险资金开始回流美股、美债等美元资产，美元指数呈现止跌反弹的迹象；虽然美联储货币政策重回降息周期，但缩减资产负债表仍在持续，美元流动性持续收紧的趋势不变。此外，美国财政部狂发国债以补充 TGA 账户，美债净发行将从金融市场抽取流动性，一旦美联储逆回购账户资金归零，银行存款准备金将被快速消耗，可能引发流动性短缺，推动美元汇率升值，届时黄金将面临系统性抛售。

（2）今年 4 月“关税危机”以来，美国国债收益率整体呈现下行趋势，主要受经济增速放缓和美联储降息预期的推动。截至 9 月份，10 年期美债收益最低逼近 4% 关口，较年内高位下行近 80 个基点，10 年期美债实际

收益率最低达到 1.67%，累计下行 60 个基点，表明名义利率下降的速度快于通胀预期。根据美联储公布的利率点阵图，年内还有两次降息，明后两年各降息一次。联邦基金长期利率预期中值为 3.1%，暗示中性利率水平接近 3%，到 2027 年还有 100 基点的降息空间。意味着长端利率下降的空间有限，如果实际利率长期维持在高位，对于贵金属来说，则意味着机会成本偏好，将削弱黄金在抵御通胀和资产保值方面的吸引力。

展望四季度，随着全球贸易政策的不确定性下降，叠加国际地缘局势缓和，避险需求逐渐消退是大概率事件。特朗普减税政策有利于刺激美国经济增长，关税政策对通胀的影响尚未完全显现，美联储未来降息的空间有限，达到中性利率可能需要更长时间。如果实际利率长期维持在高位，对于无息资产来说，意味着持有成本增加，黄金的吸引力将会下降。利多出尽后，黄金存在深度调整的风险。

特别声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货并获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

徐州营业部

电话：0516-83831101

邮编：221009

地址：徐州市云龙区秦郡路1号淮海经济区金融服务中心三区5（原8）号楼1-901-12、13

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200122

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）

南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210008

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京营业部

电话：010-84261747

邮编：100020

地址：北京市朝阳区朝外大街22号8层803B

广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510110

地址：广州市越秀区沿江中路298号中区3806房

苏州分公司

电话：0512-69560991

邮编：215127

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226007

地址：南通市崇川区文峰街道虹桥路1号文峰城市广场5幢20层C区15-16室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：404007

地址：重庆市南岸区江南大道2号1栋1单元5-8号